

天晟新材（300169）新股定价

—— 高分子发泡材料的全球龙头企业

化工新材料

定价区间
21.70—24.80 元

发布时间：2011 年 1 月 24 日

投资要点：

- 公司主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及上述材料的后加工产品等。
- 公司软质发泡材料（发泡塑料和发泡橡胶）技术成熟，市场需求稳定增长，产能 78000 立方米。公司软质发泡材料的后加工产品包括空调、手机、电视、汽车的配件，毛利率高于 40%。
- 结构泡沫材料技术壁垒很高，全球寡头垄断，全球市场的年复合增长率约为 25%。公司是全球三家垄断企业之一，2009 年国内市场占有率 9.44%，毛利率 58.9%。
- 公司技术储备丰富，研发优势明显。公司通过不断完善产业链和优化产品结构、创新成套解决方案，产品附加值不断提高，未来业绩将持续增长。
- 公司募集资金主要新建 4000 吨结构泡沫材料，全部达产后公司结构泡沫材料产能更将达 7000 吨，配套后加工产品 6500 吨。预计新建产能 2011 年达产率 30%，2012 年全部达产。
- 创业板主要可比公司的动态市盈率均值为 33 倍。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51、0.62、0.91 元，考虑到公司未来五年的高成长性，给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，公司合理估值区间为 21.70~24.80 元/股。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	253.29	9.19%	36.72	29.56%	0.38	18.86		
2010E	330.25	30.38%	48.88	33.12%	0.51			
2011E	357.71	8.31%	59.51	21.75%	0.62			
2012E	455.50	27.34%	87.09	46.35%	0.91			

发行数据

2009 年

发行前股本（万股）	7,000
发行数量（万股）	2,350
发行价格（元）	32.00
发行前 EPS（元）	0.51
发行后 EPS（元）	0.38
发行前每股净资产（元）	3.35
发行日期	2011-1-14
上市日期	2011-1-25
主承销商	平安证券

分析师：钦琛

执业证书编号：S0550511010010

TEL: (8621)6337 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: qinc@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

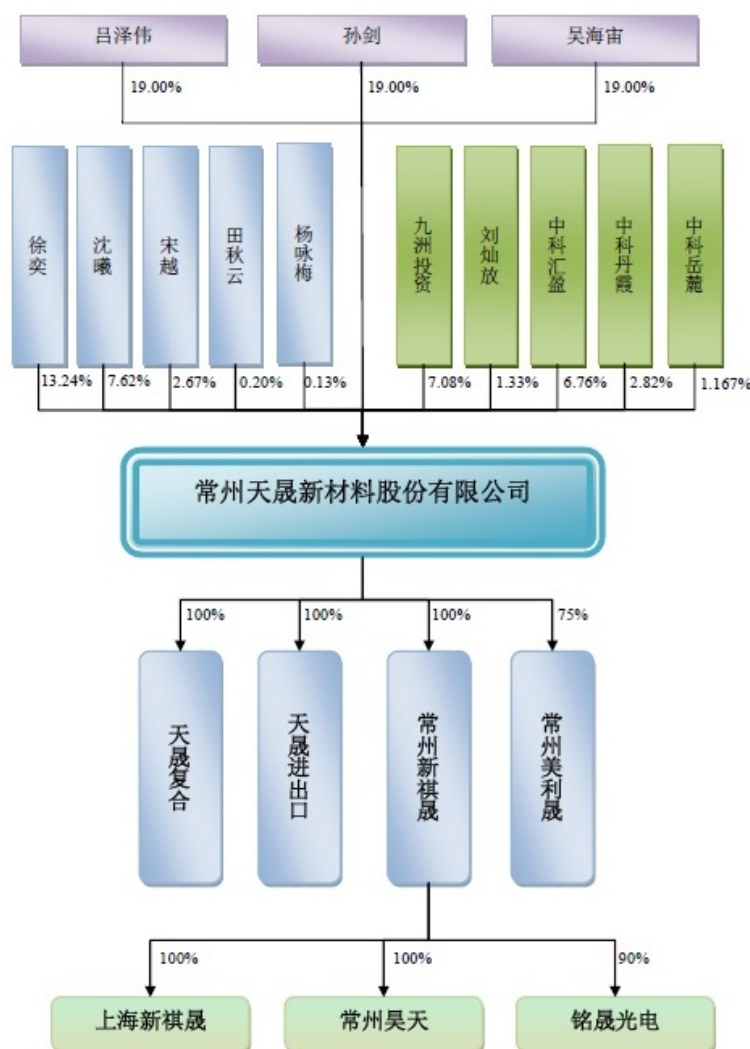
邮 编：200002

一、 公司概况:

公司主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售,主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及上述材料的后加工产品等。公司通过对软质发泡材料的后加工,制成手机、空调、电视、汽车配件、塑胶地板等产品;通过对结构泡沫材料的加工,制成复合板及成套芯材,用于风机叶片、机舱罩、火车车厢、船体材料、飞机材料、保温幕墙等领域。

公司总股本 7000 万股,本次拟公开发行不超过 2350 万股,占发行后总股本的 25.13%。公司实际控制人为吕泽伟先生、孙剑先生、吴海宙先生,三人于 2009 年 11 月 9 日签订一致行动协议,承诺一致行动。

图1 股权结构图



资料来源:公司公告、东北证券

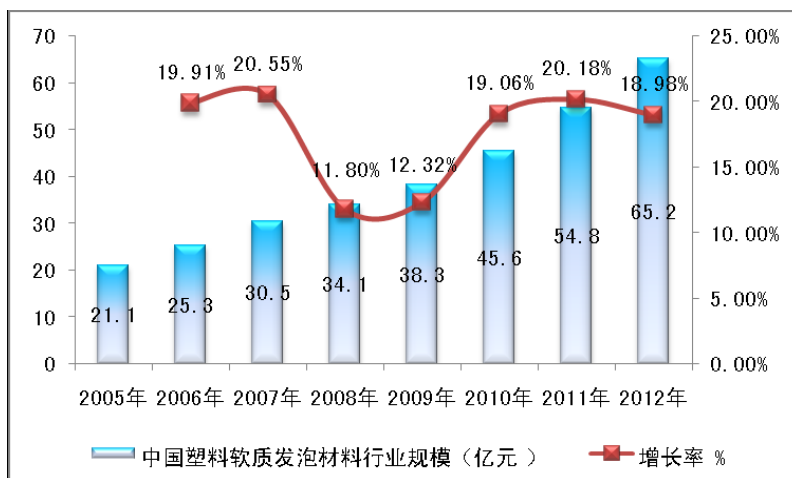
二、 行业情况

1、软质发泡材料行业的市场情况

(1) 发泡塑料

20 世纪 80 年代，我国模压塑料发泡材料行业开始起步，主要是日本、台湾等地区的企业在国内设立的独资或合资企业生产。20 世纪 90 年代，国内企业逐渐掌握了塑料模压发泡技术，开始大规模生产，行业进入高速发展阶段。进入 21 世纪，塑料发泡材料的应用面日益扩展，需求量急剧上升，新产品不断涌现，发泡技术逐渐成熟。

图2 2005年-2012年中国塑料软质发泡市场规模及增长率



资料来源：公司公告、东北证券

(2) 发泡橡胶

橡胶软质发泡产品具有较强的弹力和抗拉强度，具有减震、隔热、防护等作用，在各行各业起到很大效果。其良好的保温性、密封性、防震性、吸音性、隔热性、低透水性、耐油及耐候性等作用，可满足特殊环境的要求，能提供阻燃、导电、抗静电等特殊功能的产品。目前，橡胶软质发泡产品广泛用于汽车、摩托车、机器设备、体育用品、运动玩具、冰柜、家用空调、鞋材等诸多领域。

2009 年由于受金融危机的影响，全球经济低迷。我国体育用品、家电、电子产品等出口贸易受到较大阻力，橡胶软质发泡行业也受到影响，2009 年我国橡胶软质发泡行业的市场规模为 22.89 亿元，增长率下降到 10.43%。2010 年以后，全球经济将逐渐走出低迷，金融危机对我国的影响减弱，而国内的产业结构调整也将趋缓。随着橡胶软质发泡产品在体育用品、汽车、家电、精密仪器等领域更广泛的应用，2010 年至 2012 年我国橡胶软质发泡行业重新进入快速发展阶段，预计到 2012 年市场规模将达到 34.86 亿元。

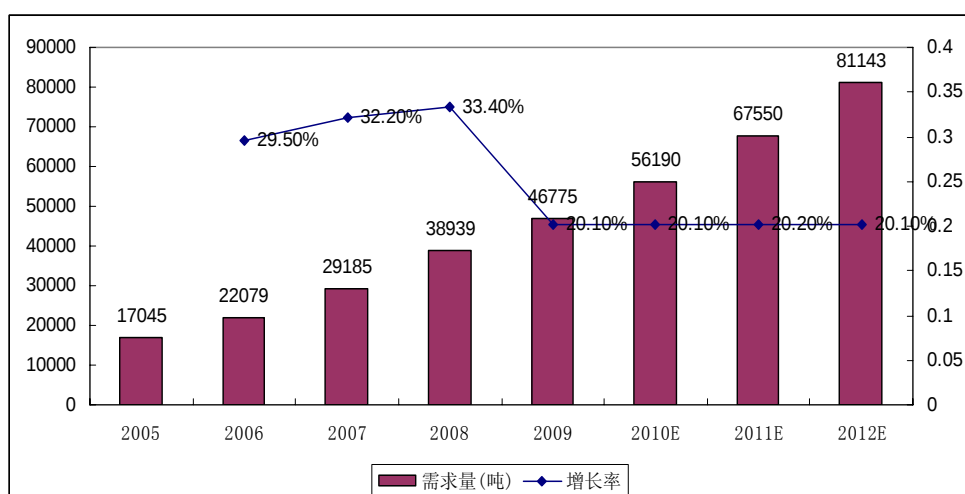
图 3 2005 年-2012 年中国橡胶软质发泡市场规模



资料来源：公司公告、东北证券

2、结构泡沫材料的市场情况

图 4 2005 年-2012 年全球结构泡沫材料市场规模和需求趋势



资料来源：公司公告、东北证券

2005 年到 2012 年全球结构泡沫材料市场规模稳步增长，其年复合增长率为 24.97%。预计随着风能产业的蓬勃发展和其他行业的需求拉动，这种增长趋势还将持续下去。在国内市场，下游行业如风力发电、轨道交通、节能建筑等都与结构材料的发展有很密切的联系。我国风电设备和轨道交通的市场前景为公司结构泡沫材料需求的持续高速发展奠定了基础。

3、公司竞争对手

表 1 公司主要竞争对手

软质发泡材料	天晟新材	发泡塑料 60000 立方米
		发泡橡胶 18000 立方米
	常州三和塑胶有限公司	55000 立方米
	泉州三盛橡塑发泡鞋材有限公司	200000 立方米
结构泡沫	至和（福建）科技有限公司	5009.8 吨
	天晟新材	3000 吨
	戴铂（DIAB）	26500 吨
	阿瑞克斯（AIREX）公司	13000 吨
	固瑞特（Gurit）公司	2010 年开始试生产

资料来源：公司公告，东北证券

三、公司竞争优势

1、技术和研发优势

公司一直将技术创新和新产品开发作为公司发展战略的核心，采取了“预研一代、开发一代、设计一代、生产一代”的产品和技术发展模式。

公司目前的主导产品如丁苯橡胶（SBR）发泡材料、氯丁橡胶（CR）发泡材料、导电乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）发泡材料、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）开孔发泡材料，聚氯乙烯（PVC）结构泡沫材料均是公司在不同时期自主研发并投入工业化生产。

公司已经通过了 ISO14001 环保体系的认证和 ISO9000 质量保证体系的认证，公司的结构泡沫材料通过了德国劳氏船级社认证（GL），轨道车辆用材料德国 DIN5510 认证，公司汽车类产品通过了劳氏质量认证有限公司/国际汽车特别工作组（IATF）的 ISO/TS16949 认证，运动休闲类产品通过了欧洲 RoHS 认证，使公司产品进入相关领域销售有了保障。

2、成本优势

公司结构泡沫产品的生产基地在国内，与戴铂、阿瑞克思相比，除了原材料成本和人工成本较低外，国产化还能降低巨大的物流成本和运输成本。

公司具有完整的产品线，从各种高分子软质发泡材料、结构泡沫材料的研发到规模化生产，再到制品的精密加工，为客户提供更具成本优势的成套解决方案，同时配合客户共同完成新产品或者新应用的开发。

公司利用各专业的高端人才优势和对行业的前瞻性，打破传统高分子发泡材料生产企业只做材料供应商的模式，创新性地将成套解决方案的理念运用到生产经营中，形成了以客户需求为起点，通过整体方案设计及产品的设计、评审、实现、验证、安装调试等一系列流程，最终满足客户需求，并为其提供持续的技术服务，构成完整的成套解决方案。

四、财务状况

表 2 财务指标

		2007	2008	2009
盈利能力	ROE	39.50%	20.66%	18.04%
	毛利率	28.40%	27.60%	36.99%
偿债能力	流动比率	1.17	1.48	1.16
	速动比率	0.78	1.23	0.90
营运能力	存货周转率	4.54	5.40	4.25
	应收账款周转率	5.09	5.73	4.49
成长能力	每股经营活动现金流	—	0.49	0.28
	净利润增长率	—	-16.18%	29.56%
	EPS	—	0.38	0.51

资料来源：公司公告，东北证券

五、募集资金投向分析

募投项目 1: 31847.50 万元投资于“新型结构泡沫生产能力扩建项目”。

项目建成投产后，预计 2011 年达产率为 30%，2012 年以后达产率为 100%。项目全部达产后预计年产结构泡沫材料原板 4000 吨，年营业收入预计为 30600 万元，年利润总额为 10115.80 万元，净利润为 7586.80 万元。所得税后项目投资财务内部收益率为 33.40%，项目投资回收期为 4.4 年。

募投项目 2: 6742.20 万元投资于“技术中心建设项目”

通过发挥技术中心的“技术孵化器”功能，在公司内部实现新技术与新产品、新工艺的无缝连接，对外通过不断的技术创新和研究成果的商业化，进一步巩固公司的核心竞争力和可持续发展能力。

六、盈利预测

关键假设：

假设 1: 募投项目 2011 达产 30%，2012 年全部达产

假设 2: 营业税率、营业费用率保持稳定，管理费用率良性增长

假设 3: 母公司所得税率为 15%，其它子公司均为 25%

假设 4: 公司主要产品销量、售价、毛利率情况见表 2

表 2 公司分结构收入预测表

主要产品	2009	2010E	2011E	2012E
发泡塑料				
产能(立方米)	60000	60000	60000	60000
销量(立方米)	57332	55000	56000	58000

售价(元/立方米)	1161	1350	1300	1250
销售收入(万元)	6656	7425	7280	7250
毛利率	23.30%	21.45%	21.00%	20.00%
销售成本(万元)	5105	5832	5751	5800

发泡橡胶

产能(立方米)	18000	18000	18000	18000
销量(立方米)	17448	18000	18000	18000
售价(元/立方米)	3106	4000	3800	3600
销售收入(万元)	5419	7200	6840	6480
毛利率	22.39%	20.94%	20.00%	20.00%
销售成本(万元)	4206	5692	5472	5184

后加工产品分类**空调配件**

产能(万片)	12000	12000	12000	13500
销量(万片)	9923	12000	12000	13500
售价(元/片)	0.33	0.31	0.33	0.34
销售收入(万元)	3275	3720	3960	4590
毛利率	42.30%	40.00%	40.00%	39.00%
销售成本(万元)	1889	2232	2376	2800

手机配件

产能(万片)	25000	25000	25000	25000
销量(万片)	10009	10000	10000	10000
售价(元/片)	0.14	0.12	0.13	0.13
销售收入(万元)	1401	1200	1300	1300
毛利率	50.90%	51.90%	51.00%	50.00%
销售成本(万元)	688	577	637	650

电视配件

产能(万片)	4000	4000	6000	9000
销量(万片)	2430	3600	4800	6000
售价(元/片)	0.42	0.55	0.58	0.56
销售收入(万元)	1021	1980	2784	3360
毛利率	47.70%	48.70%	48.00%	48.00%
销售成本(万元)	534	1016	1448	1747

汽车配件

产能(万片)	6000	6000	8000	10000
销量(万片)	5160	4900	5400	6500
售价(元/片)	0.20	0.30	0.28	0.26
销售收入(万元)	1032	1470	1512	1690
毛利率	27.60%	24.60%	22.00%	20.00%
销售成本(万元)	747	1108	1179	1352

结构泡沫材料

产能(吨)	3000	3000	4200	7000
销量(吨)	1041	1680	2050	3600
售价(元/吨)	58169	59701	59000	58000
销售收入(万元)	6055	10030	12095	20880
毛利率	58.92%	59.08%	58.00%	56.00%
销售成本(万元)	2488	4104	5080	9187

总计

销售收入(万元)	24859	33025	35771	45550
销售成本(万元)	15657	20562	21943	26720
综合毛利率	37.02%	37.74%	38.66%	41.34%

资料来源：公司公告，东北证券

表 3 公司利润预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入(百万元)	253.29	330.25	357.71	455.50
减：主营业务成本	159.58	205.62	219.43	267.20
主营业务税金及附加	1.47	1.98	2.15	2.73
销售费用	11.70	17.83	19.32	24.60
管理费用	27.89	36.33	39.35	50.11
财务费用	5.51	4.50	0.00	0.00
资产减值损失	3.06	2.00	1.00	1.00
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润(百万元)	44.09	61.99	75.47	108.87
加：营业外收入	3.20	0	0	0
减：营业外支出	0.73	0	0	0
三、利润总额(百万元)	46.57	61.99	75.47	108.87
减：所得税费用	9.85	13.11	15.96	21.77
四、净利润(百万元)	36.72	48.88	59.51	87.09
减：少数股东损益	1.30	1.50	2.00	2.00
归属于母公司净利润	35.42	47.38	57.51	85.09
五、每股收益(元)	—	0.51	0.62	0.91

资料来源：公司公告，东北证券

表 4 创业板主要可比公司估值情况

公司简称	代码	股价	每股收益(元)				市盈率(X)			
		01/07	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E
硅宝科技	300019	21.90	0.88	0.43	0.65	0.95	25	51	33	23
回天胶业	300041	62.57	1.04	1.29	1.75	2.41	60	48	36	26
鼎龙股份	300054	60.93	0.86	0.83	1.56	2.99	71	74	39	20
奥克股份	300082	56.00	2.15	1.24	2.08	3.03	26	45	27	19
平均值							25	51	33	23

资料来源：Wind，东北证券

按 2011 年 1 月 7 日收盘价，创业板主要可比公司的动态市盈率均值为 33 倍。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51、0.62、0.91 元，考虑到公司未来五年的高成长性，给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，公司合理估值区间为 21.70~24.80 元/股。

七、风险提示

1、主要原材料价格波动风险

发行人的主要业务为高分子发泡材料的研发、生产和销售，主要原材料为 PE、PVC、EVA、CR、SBR 等石油化工产品。石油化工产品价格主要随国际原油的价格而波动。原油市场价格变动对发行人产品的生产成本有较大的影响。虽然公司可以通过调整公司产品的销售价格来消化原材料变动的不利影响，但是当公司价格传导机制不能充分传递直接材料价格上涨对公司成本的影响时，公司总体盈利能力将会下降，同时直接材料成本上涨也将增加流动资金需求量，影响公司的财务费用。

2、宏观经济变动风险

公司所从事的高分子发泡材料行业作为国民经济重要的基础材料行业之一，产品广泛应用于家电、电子、电力、交通、运动休闲等各个领域。2008 年开始受美国次贷危机影响，全球经济出现衰退，中国经济增长也相应放缓。如果全球经济复苏缓慢，公司的业务将受到较大影响。

3、对中航惠腾依赖的风险

公司结构泡沫产品通过经销商销售的最终客户主要是中航惠腾风电设备股份有限公司，中航惠腾是国内风力发电叶片制造的龙头企业之一，2009 年和 2010 年 1-6 月中航惠腾在发行人结构泡沫产品销售收入中占比分别为 99.80%和 50.06%。如果中航惠腾经营过程中出现问题或调整供应商采购比例等情况，可能会对发行人业绩产生不利影响。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。